

## Türkiye — Enerji

# Aksa Enerji

### Afrika'dan Asya'ya Artan Akım

#### AKSEN'i 20 TL Hedef Fiyat ve %50 getiri potansiyeliyle hisse önerilerimize ekliyoruz.

Değerlememizde eşit ağırlıklı olarak indirgenmiş nakit akımı analizi (%22 risksiz getiri oranı, %4 risk primi, %23 AOSM) ile benzer şirket çarpanları karşılaştırmasını kullandık. Değerlememizin detayları Sayfa 3-4'tedir.

**Global oyuncu olma yolunda Afrika'dan sonra Asya'ya yatırım.** 2015 yılında Gana ile yapılan anlaşma ile yurt dışında ilk adımını atmıştır. 2021 yılsonu itibarıyla Afrika'da; Gana, Madagaskar ve Mali ile birlikte 496 MW'lık aktif kurulu gücü vardır, 2021'de Kongo ile yapılan anlaşma çerçevesinde 50 MW işletme hakkının 25 MW'lık kısmını 2022 yılında devreye alması bekleniyor. Şirket 2021 cirosunun %12,5'ini Afrika santrallerinden elde ederken FAVÖK'ün %54'ünü bu kıtadan elde etti.

**Toplam elektrik üretim kapasitesinde %38'lik artışla büyük yatırımı Özbekistan'da yapıyor.** Özbekistan'ın başkenti Taşkent'e 2 ve Buhara'ya 1 adet olmak üzere toplamda 740 MW kapasiteli 3 santrali 2022 yılı ilk çeyreğinde devreye alıyor. Böylece 2022 yılında Afrika'da 521 MW ve Asya'da 740 MW olmak üzere yurtdışında toplam 1261 MW kurulu güce ulaşmaktadır. Afrika'daki ülkelerde farklı vadelerde olduğu gibi Özbekistan'da da devletin 25 yıllığına döviz endeksli alım taahhüdü bulunmaktadır. 2022 yılı için Özbekistan yatırımından yaklaşık 70 Milyon Dolar FAVÖK beklentimiz bulunmaktadır.

**Enerji fiyatları artıyor.** Küresel stagflasyon beklentileri ve Rusya – Ukrayna gerginliğinin de artarak devam ettiği ortamda enerji talebi düşmüş olsa da Rusya'nın doğalgaz ve petrol arzındaki ağırlığı sebebiyle fiyatları artıyor. Şirketin yurt dışı santrallerindeki doğalgaz ve akaryakıt teminini anlaşma yapılan ülkeler sağladığı için artan fiyatlardan olumsuz etkilenmemektedir.

**Brüt karlılık artıyor.** Yurt içinde piyasa takas fiyatlarının 2021 yılı ortalamasının yaklaşık 3 katına çıkması ile birlikte şirketin yurt içindeki santrallerindeki enerjinin büyük kısmını spot fiyattan satıyor olması nedeniyle cironun yüksek oranda artmasını bekliyoruz. Toplam 1470 MW olan yurtiçi kapasitesinin 1047 MW kapasitesine sahip doğalgaz santralleri doğalgaz fiyatlarındaki artış elektrik satış fiyatına yansıtılmakta olup brüt karlılığa da artırmaktadır. 270 MW kapasiteli Bolu Göynük santralinin kömür ihtiyacını şirket kendi sahasından çıkardığı için kömür fiyat artışından da 2022 yılı boyunca etkilenmemektedir. 153 MW kapasiteli Kıbrıs akaryakıt santralinin ise döviz bazlı fiyat garantisinden dolayı fiyat değişimleri olumsuz etkilenmemektedir.

**Global benzerlerine göre cazip çarpanlar.** 2022 yılında beklediğimiz 4.2x FD/FAVÖK ve 4,6x F/K oranları benzer şirketlerin sırasıyla 6.6x ve 10.3x çarpanlarına kıyasla iskontolu işlem görmektedir. (Sayfa 4)

Yurt dışında yaşanabilecek tahsilat sorunları ve elektrik fiyatlarındaki düşüş ve piyasa takas fiyatlarında uygulanması planlanan aşağı yönde tavan uygulaması şirketin ana risklerini oluşturmaktadır.

AKSEN	2019	2020	2021	2022T	2023T
Net Kar (TL mn)	329	470	1.680	3.391	4.086
Net Satışlar (TL mn)	5.579	7.231	13.887	27.204	32.917
VAFÖK (TL mn)	1.404	1.536	2.474	4.949	6.604
Net Borç/VAFÖK (x)	2,2	1,7	1,8	1,0	0,9

Kaynak: Şirket verisi, İfo Araştırma Tahminleri

## AL

Fiyat: TL13,30

Hedef Fiyat: TL20

### Şirket Bilgileri

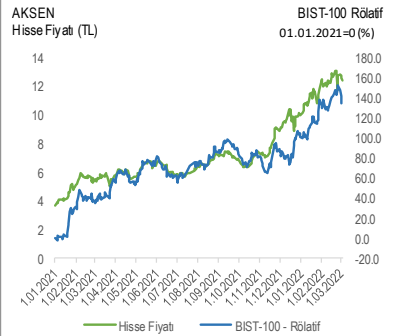
Hisse Kodu	AKSEN
Hisse Öneri	AL
Hedef Fiyat (TL)	20
Hedef Getiri	50%
Hisse Fiyatı (TL)	13,30
52 hafta fiyat aralığı	5 - 13
Hisse Adedi (mn)	1.226
HAO%	21
Piyasa Değeri (TL mn)	16.310
Piyasa Değeri (USD mn)	1.100
Net Borç (TL mn)	4.545
3A OİH (USD mn)	8
3A OİH/HA Piyasa Değ. (%)	0,0%

### Değerleme

	2020	2021	22T	23T
F/K (x)	32,9	9,2	4,6	3,8
FD/VAFÖK (x)	13,6	8,5	4,2	3,2
PD/DD (x)	3,7	1,6	1,1	0,8
Temettü verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Kaynak: İfo Araştırma Tahminleri

### Hisse Fiyat Performansı



### INFO Araştırma Bölümü

Araştırma: +90 (212) 700-2621  
research@infoyatirim.com.tr

Uluslararası Satış: +90 (212) 700-2622  
sales@infoyatirim.com.tr

Lütfen raporun sonunda yer alan uyarı notunu okuyunuz.

Tablo 1. Finansallar

Gelir Tablosu					Finansal Analiz				
(TL mn)	2020	2021	2022T	2023T		2020	2021	2022T	2023T
<b>Net Satışlar</b>	<b>7.231</b>	<b>13.887</b>	<b>27.204</b>	<b>32.917</b>	<b>Büyüme (%)</b>				
Brüt Kar/Zarar	1.198	2.079	4.625	5.596	Net Satışlar	29,6	92,1	95,9	21,0
Faaliyet Giderleri	-127	-173	-260	-325	FAVÖK	1,0	61,0	100,1	33,4
<b>Esas Faaliyet Kar/Zarar</b>	<b>1.071</b>	<b>1.906</b>	<b>4.365</b>	<b>5.271</b>	Net Kar/Zarar	42,8	257,4	101,9	20,5
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler	-28	154	913	518	<b>Marjlar (%)</b>				
<b>Faaliyet Kar/Zararı</b>	<b>1.042</b>	<b>2.059</b>	<b>5.278</b>	<b>5.789</b>	Brüt Kar Marjı	16,6	15,0	17,0	17,0
Finansman Giderleri	-325	357	-1.274	-967	FAVÖK	21,2	17,8	18,2	20,1
Diğer Gelirler	-10	-16	4	5	Esas Faaliyet Kar Marjı	14,8	13,7	16,0	16,0
Vergi Öncesi Kar/Zarar	707	2.400	4.008	4.826	Net Kar Marjı	6,5	12,1	12,5	12,4
Dönem Vergi Gideri	-149	-565	-921	-1.109	<b>Verimlilik</b>				
<b>Net Kar/Zarar</b>	<b>470</b>	<b>1.680</b>	<b>3.391</b>	<b>4.086</b>	Alacak Devir Hızı (gün)	123	108	106	102
<b>FAVÖK</b>	<b>1.536</b>	<b>2.474</b>	<b>4.949</b>	<b>6.604</b>	Stok Devir Hızı (gün)	13	6	6	6
					Ticari Borç Devir Hızı (gün)	59	64	64	62
					İşletme Sermayesi/Net Satışlar (%)	24,3	19,1	15,9	15,2
<b>Bilanço</b>					<b>Karlılık</b>				
(TL mn)	2020	2021	2022T	2023T	Aktif Karlılığı (%)	4,9	8,1	11,9	10,9
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>3.464</b>	<b>7.129</b>	<b>10.881</b>	<b>15.533</b>	Özkaynak Karlılığı (%)	11,1	17,4	24,6	21,9
Nakit ve Finansal Yatırımlar	314	1.118	2.159	4.038	Yatırılan Sermaye Getirisi (%)	12,3	10,3	18,3	16,6
Ticari Alacaklar	2.782	5.429	7.650	10.199	<b>Kaldıraç</b>				
Stoklar	138	225	371	449	Varlıklar/Özsermaye (x)	2,25	2,14	2,07	2,01
Diğer Dönen Varlıklar	229	358	700	847	Net Borç/VAFÖK (x)	1,71	1,84	1,03	0,86
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>6.039</b>	<b>13.520</b>	<b>17.628</b>	<b>21.938</b>	Yatırım Harcamaları/Ciro (%)	3,3	19,8	8,0	8,0
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>9.503</b>	<b>20.650</b>	<b>28.508</b>	<b>37.472</b>					
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>3.298</b>	<b>6.272</b>	<b>8.010</b>	<b>9.598</b>					
Finansal Yükümlülükler	2.037	3.159	3.828	4.687					
Ticari Borçlar	1.160	2.999	3.959	4.641					
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	101	114	223	270					
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>1.580</b>	<b>3.793</b>	<b>5.577</b>	<b>7.485</b>					
Finansal Yükümlülükler	910	2.503	3.450	4.999					
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	598	873	1.709	2.068					
<b>Özkaynaklar</b>	<b>4.219</b>	<b>9.652</b>	<b>13.793</b>	<b>18.629</b>					
<b>Azınlık Hakları</b>	<b>406</b>	<b>932</b>	<b>1.128</b>	<b>1.760</b>					
<b>Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar</b>	<b>9.503</b>	<b>20.650</b>	<b>28.508</b>	<b>37.472</b>					

Kaynak: Şirket verileri, İno Araştırma Tahminleri

**Tablo 2. Değerleme Özeti—İndirgenmiş Nakit Akımı**

Değerlememizde eşit ağırlıklı olarak indirgenmiş nakit akımı analizi (%22 risksiz getiri oranı, %4 risk primi, %23 AOSM) ile benzer şirket çarpanları karşılaştırmasını kullandık. Benzer şirket çarpan analizi Sayfa 4'tedir.

<b>İNA (TL mn)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022T</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>	<b>2026T</b>
Esas Faaliyet Karı	259	666	918	1,071	1,906	4,365	5,271	6,421	7,753	9,279
+ Amortisman Giderleri	225	394	485	466	568	584	1,332	1,742	2,172	2,519
- Yatırım Giderleri	-324	-142	-123	-236	-2,747	-2,176	-2,633	-3,213	-1,944	-1,166
- Net İşletme Sermayesindeki Değişim	0	-825	-43	-204	-895	-1,657	-695	-790	-1,268	-1,331
- Vergiler	-52	-147	-202	-236	-476	-1,004	-1,212	-1,477	-1,783	-2,134
<b>Firmaya Serbest Nakit Akımı</b>	<b>108</b>	<b>-53</b>	<b>1,037</b>	<b>861</b>	<b>-1,645</b>	<b>112</b>	<b>2,063</b>	<b>2,683</b>	<b>4,930</b>	<b>7,167</b>
İskonto Oranı										
Tahmin Aralığı İçin İndirgenmiş Nakit Akışı	6,390									
Uç Değer İçin İndirgenmiş Nakit Akışı	21,742									
Piyasa Değeri	28,132									
Net Borç	4,542									
- Azınlık Hakları	932									
+ İştirakler	0									
Hedef Firma Değeri	22,658									

Kaynak: Şirket verileri, İno Araştırma Tahminleri

**Tablo 3. Değerleme Özeti**

<b>Değerleme</b>			
<b>Metod</b>	<b>Ağırlık</b>	<b>Tahmini Değer</b>	<b>Katkı</b>
İNA	50%	22.658	11.329
Benzer Şirket	50%	25.365	12.683
Hedef Değer			24.012
<b>Hedef Fiyat (TL)</b>			<b>20</b>
<b>Güncel Fiyat (TL)</b>			<b>13,30</b>
<b>Potansiyel Getiri</b>			<b>50%</b>

Kaynak: Şirket verileri, İno Araştırma Tahminleri

Tablo 4. Benzer Şirket Çarpanları

RT Kodu	Şirket Adı	Piyasa Değeri (USD mn)	2022(T)		2023(T)	
			F/K	FD/VAFÖK	F/K	FD/VAFÖK
ENEL:IT	Enel Spa	63.759	10,3	6,6	9,4	6,2
ENGI:FR	Engie Sa	32.054	8,6	5,5	8,7	5,5
EOAN:DEX	E.On Se	30.263	11,6	8,2	11,7	8,3
UN01:DEX	Uniper Se	9.564	11,2	9,0	12,1	9,2
BKH:USY	Black Hills Corp	4.663	17,7	12,8	16,7	12,1
MYTIL:GR	Mytilineos S.A.	2.210	7,7	5,9	6,4	5,2
5264:MY	Malakoff Corp Bhd	740	10,2	4,8	9,6	5,2
	Medyan		10,3	6,6	9,6	6,2
AKSEN	Aksa Enerji	1.100	4,6	4,2	3,8	3,2
			127%	57%	154%	96%

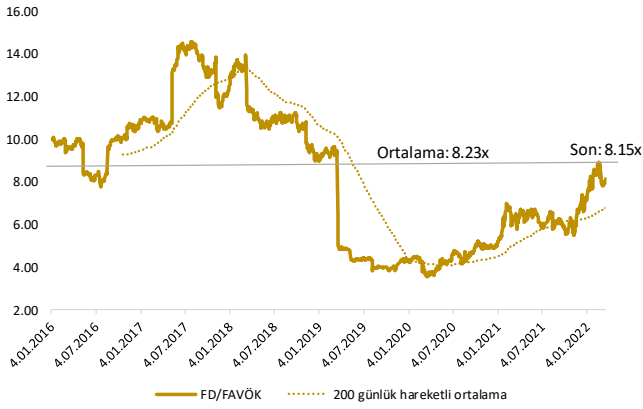
Kaynak: Equity RT, İno Araştırma Tahminleri

Tablo 5. Benzer Şirket Performansı

	Yerel Para Birimine Göre Getiri (%)				Yerel Para Birimine Göre Relatif Getiri (%)			
	YBİ	1A	3A	12A	YBİ	1A	3A	12A
Enel Spa	-16,7	-7,8	-15,1	-28,7	-6,4	-4,8	-5,8	-26,8
Engie Sa	-7,9	-12,6	-6,9	4,3	0,1	-13,4	0,3	-5,7
E.On Se	-14,5	-9,2	-13,5	19,3	-4,9	-10,7	-4,6	22,1
Uniper Se	-43,1	-16,9	-43,5	-19,9	-36,7	-18,3	-37,7	-18,1
Black Hills Corp	2,8	5,7	5,6	13,0	6,6	2,1	8,2	4,2
Mytilineos S.A.	-6,9	-1,7	-7,1	6,7	-1,4	3,6	-1,9	6,0
Malakoff Corp Bhd	-13,2	-8,8	-13,2	-20,7	-14,8	-10,1	-17,6	-20,5
Aksa Enerji	33,1	12,7	33,7	145,6	13,6	-4,1	16,2	59,6

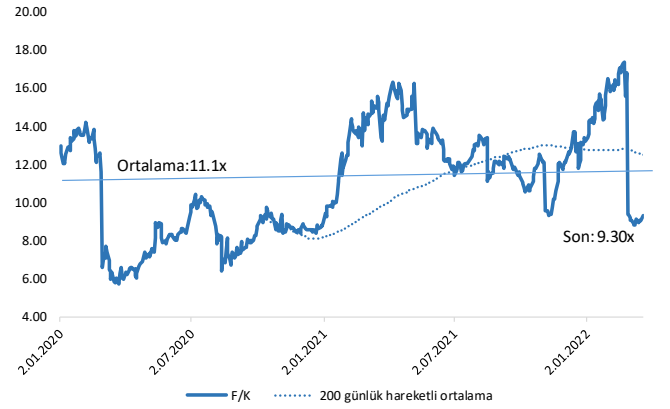
Kaynak: Equity RT, İno Araştırma Tahminleri

Tablo 6. 5 yıllık FD/FAVÖK Çarpanı (x)



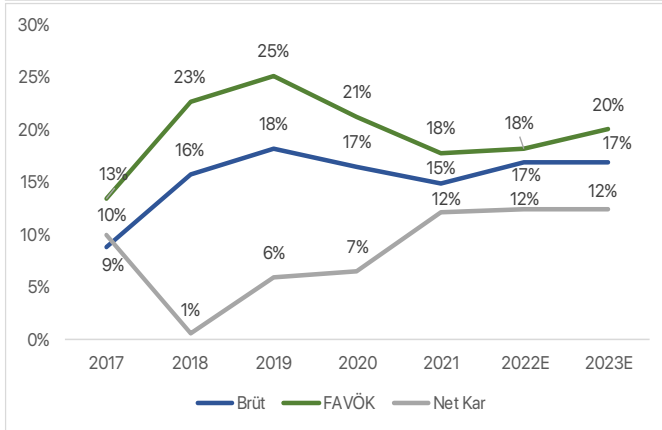
Kaynak: Equity RT

Tablo 7. 2020 sonrası F/K Çarpanı (x)



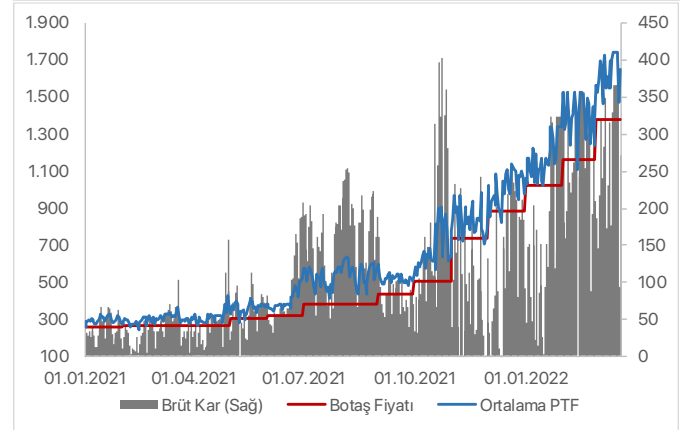
Kaynak: Equity RT

Tablo 8. Tarihsel Marjlar (%)



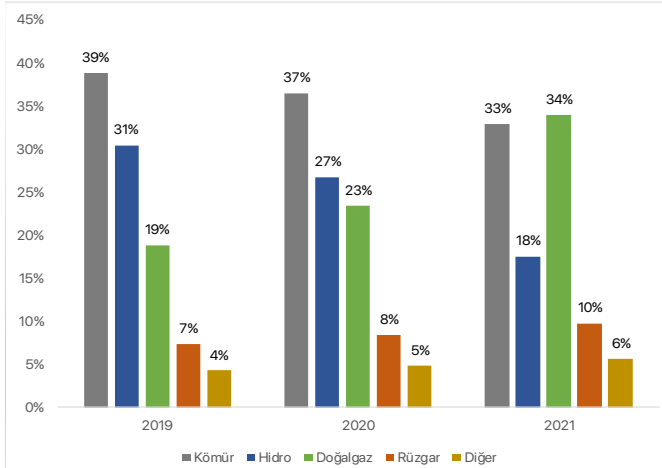
Kaynak: Equity RT, İno Araştırma Tahminleri

Tablo 9. Türkiye Doğalgaz Santralleri 1 MW Başına Ortalama Elektrik Üretim Maliyeti, Piyasa Takas Fiyatı (PTF) ve Brüt Kar



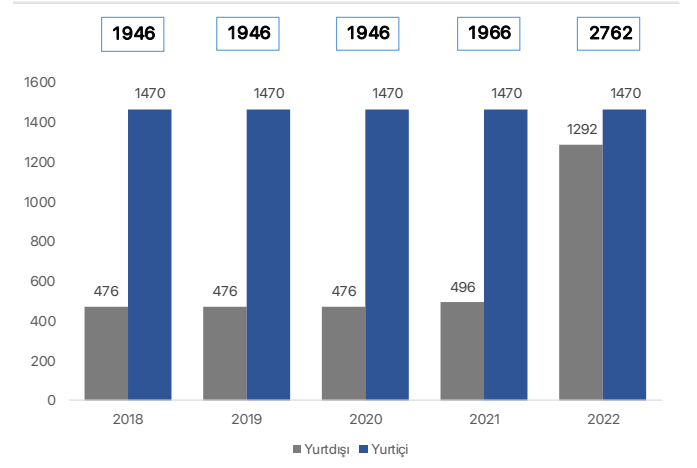
Kaynak: Botaş, EPIAŞ, İno Araştırma Tahminleri

Tablo 10. Türkiye Enerji Üretim Kaynağı Dağılımı (%)



Kaynak: EPIAŞ

Tablo 11. AKSEN Elektrik Üretim Kapasitesi (MW)



Kaynak: Şirket verileri, İno Araştırma Tahminleri

## Uyarı Notu

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiki şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.

### INFO Yatırım Araştırma Ekibi

Serhan Gök– Araştırma Direktörü

Çağlar Toros– Yardımcı Uzman Analist

Kutay Ağırbaş– Yardımcı Uzman Analist

İbrahim Şişman– Yardımcı Uzman Analist